

兴证期货.研发中心

2020 年 2 月 3 日星期一

农产品研究团队

李国强

从业资格编号: F0292230

投资咨询编号: Z0012887

黄维

从业资格编号: F3015232

投资咨询编号: Z0013331

联系人

李国强

电话: 021-20370971

邮箱:

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

春节之前，新冠肺炎疫情导致市场预期餐饮业消费将面临困难，豆油和棕榈油价格出现了一定幅度的回调，但春节期间，新冠肺炎疫情的迅速扩张以及国内各级政府的严控措施使得餐饮服务行业活动出现断崖下挫，外盘豆油和棕榈油价格继续大幅下跌，市场恐慌情绪持续升温。由于国内新冠肺炎疫情不容乐观且春节期间利空情绪并未宣泄，预期这将对节后国内油脂市场带来很大利空。近期，美国大豆对华出口不多，利空外盘价格。南美方面，巴西、阿根廷生长情况良好，仍需关注后期天气变化。国内油脂消费进入淡季，豆油库存 85 万吨。节后，国内油厂大豆压榨开工率维持低位。短期来看，豆油供给下降，需求偏弱，价格受外盘下跌影响走低。马来西亚棕榈油产量偏低，预期需求大幅下挫，受外盘成本下跌影响，国内价格将走低。

● 后市展望及策略建议

中美第一阶段协议签署，细节的曝光将对市场产生较大影响，需要关注。美国大豆产量大幅下降，南美大豆产量维持高位。国内豆油库存 85 万吨，但春节后需求走弱，加之疫情影响，油脂价格可能出现短期大幅下挫。马来西亚棕榈油产量同比下降，需求预期走弱，受外盘大跌影响可能大幅低开，建议短期多头离场、偏空交易。

1. 油脂基本面

1.1 豆油基本面

1.1.1 中美第一阶段协议达成

2018年4月4日，美国政府发布商品清单，将对我国输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。随后，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税。实施日期将视美国政府对我国商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会另行公布。5月3日到4日，美国总统特使、财政部长姆努钦率美方代表团访华。刘鹤与美方交换意见，但贸易谈判并未有实质性结果，对豆类油脂的影响较大。5月14日，刘鹤赴美继续就贸易谈判进行磋商。6月15日，美国公布中国商品征税清单，中国政府公布对美国进口商品加征25%关税。由于清单中包括美豆，进口美国大豆的成本大幅提高，刺激国内豆类油脂价格大幅上涨。7月6日，中美双方正式对部分进口商品加征关税25%，贸易战进入实施阶段。

2018年9月13日，美国邀请中方赴美就贸易战进行谈判，但随后特朗普继续对中国商品征收关税，显示贸易战结束概率较低。9月24日，中美双方继续扩大征税范围。11月初，贸易争端出现转机，后期谈判持续。

2018年12月2日，中美贸易争端取得进展。美国暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量大豆。12月13日，美国农业部报道中国签订了113万吨美国大豆的进口合同，并报道中国后期的大豆购买数量可能达到500万吨，对美国大豆价格产生了一定利多影响。

2019年1月7-9日，美国贸易代表在北京与中方谈判，分歧缩小，有利于双方后期的谈判。2019年2月14-15日，中美贸易谈判在北京举行。2月21-24日，中美贸易谈判在华盛顿继续举行。政府发言人对整体谈判结果预期看好。4月3-5日，新一轮谈判结束，进展顺利。5月10日，美国对2000亿美元的中国进口商品加征关税至25%，冲突升级。6月29日，习特会后，美国宣布暂缓对中国商品新加征关税，贸易战缓和。7月23日，中国政府放开部分企业进口美豆并豁免惩罚性关税。7月底，中美上海谈判进展不顺利，特朗普威胁9月再加征关税，贸易争端升级。8月13日，两国高层通话，部分商品加征关税暂缓，中美贸易争端缓和。8月23日，中美贸易争端再度升级。10月，中美政府谈判取得初步进展。12月13日，中美第一阶段协议签署，对农产品市场利多，但仍需关注后期细节。

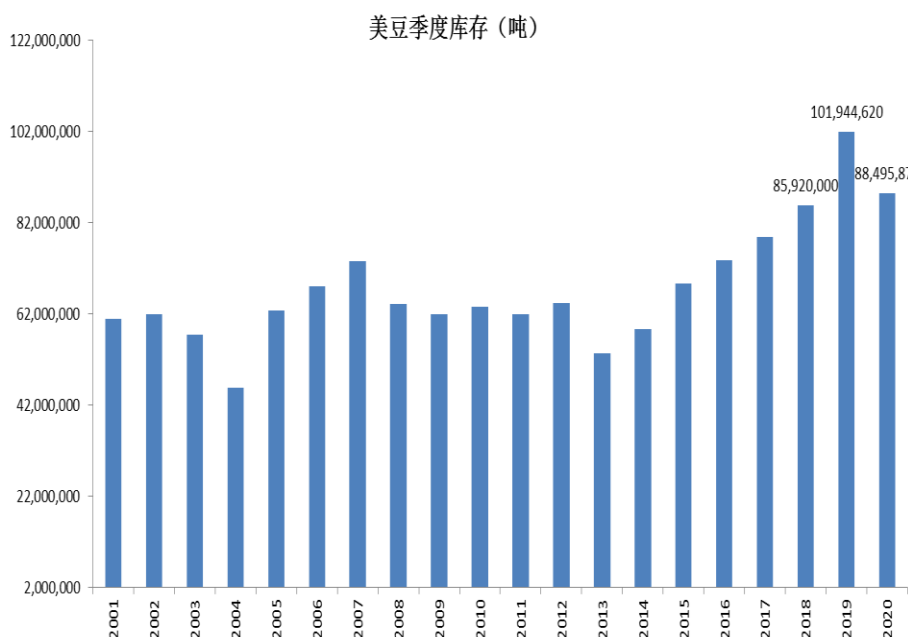
美国是全球大豆产量最大的国家。美国大豆出口量的62%出口到中国。2016/17年度中国进口大豆总量达到9500万吨，从美国进口3200万吨，占30%。中美贸易争端导致美国大豆出口减少，大豆价格下挫。中国进口大豆受限，进口大豆价格大幅上涨。中美贸易争端导致中美双方两败俱伤。

1.1.2 美国农业部 1 月报告维持中性

美国农业部 1 月报告显示,美国大豆产量 35.58 亿蒲(预期 35.19、上月 35.50、上年 44.28);单产 47.4 蒲(预期 46.6、上月 46.9、上年 50.6);收获面积 7500 万英亩(预期 7560、上月 7560、上年 8760);期末库存 4.75 亿蒲(预期 4.32、上月 4.75、上年 9.09)。巴西产量预估维持上月预估 12300 万吨,阿根廷产量亦维持上月预估 5300 万吨。虽然美国大豆收割面积略有下调但单产意外上调导致美国大豆产量预估最终有所调高,这也掩盖了期初库存调低的利好影响,同时结转库存预估亦在压榨及出口均维持不变情况下稍高于此前市场预期。

1 月 11 日,美国农业公布季度库存报告显示,截止 2019 年 12 月 1 日美国大豆库存为 8849 万吨,比 2018 年 12 月 1 日的 10194 万吨下降 1345 万吨,供求状态开始转向平衡。中美贸易争端的发展态势还将影响美国大豆的出口,美国大豆库存的压力有所好转。

图 1: 美国大豆季度库存(吨)



数据来源: 兴证期货研发部、USDA

由于中美贸易争端的影响,美国大豆价格大幅下跌,农户种植大豆的收益大幅萎缩。如图 2 所示为美豆种植期,CBOT 大豆和玉米价格的比价走势,二者比价为 2.3,种植大豆的收益低于种植玉米的收益,因此,美国农户从玉米转种大豆的情况大幅增加。美国农业部报告数据显示,美国大豆种植面积较之前预测下降幅度更大,降幅达到 15%。以目前美国大豆的优良率偏低的情况看,未来大豆的产量可能同比去年减少超过 2400 万吨,使得美国大豆的供求过剩发生改变。

图 2：美国大豆对玉米比价有所恢复

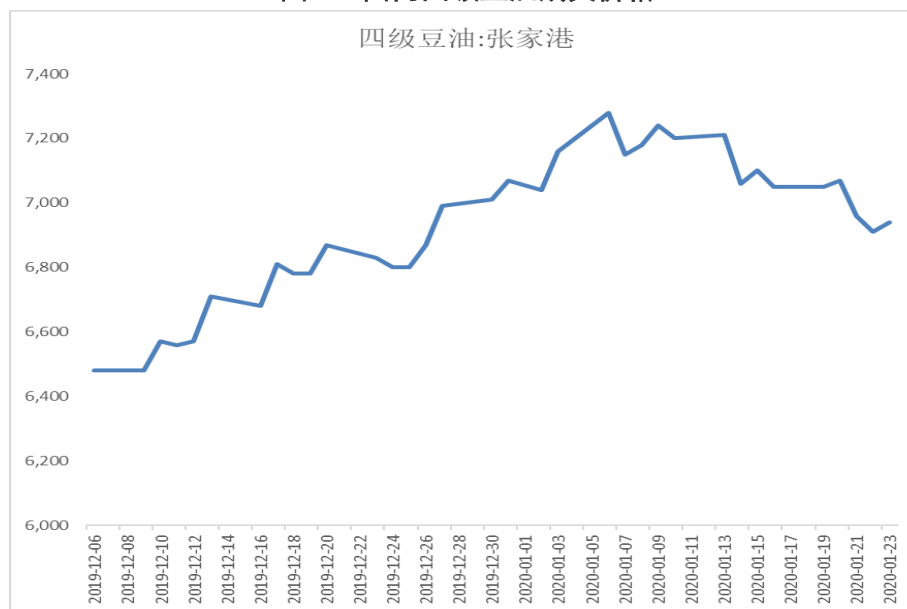


数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

1.1.3 豆油价格震荡回调

从豆油的成交价格来看，国内四级豆油的成交价格震荡走低，张家港四级豆油均价维持在 6940--7050 元/吨，成交量减少。节后价格继续走低。

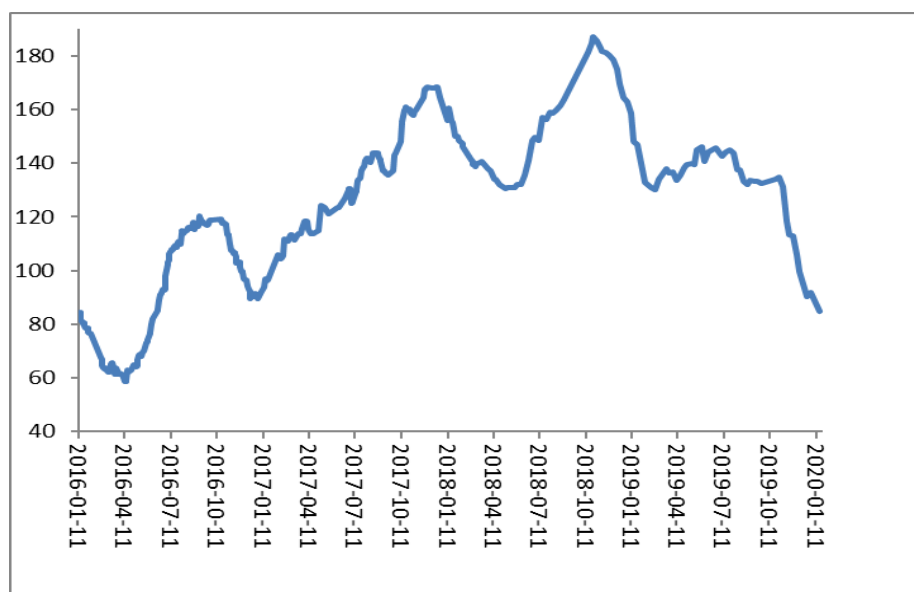
图 3：国内四级豆油成交价格



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从供求方面看，国内油厂开工率下降，今年将低于往年正常水平，豆油的供应量减少。目前处于豆油消费淡季。全国豆油的库存为 85 万吨，豆油去库存可能会继续持续。

图 4：全国豆油库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.4 1月大豆进口量预期略微增加

根据天下粮仓调查显示，2020年1月国内进口大豆数量预期达到740万吨，高于去年同期的738万吨。

图 5：1月大豆进口预估（万吨）

2020年1月	进口量	船数
东北地区	71.5	11
华北地区	85.6	13
山东地区	160.4	24.5
华东地区	229.2	33.5
福建地区	39.3	6
广东地区	89.1	14
广西地区	65.1	9
全国总计	740.2	113

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 6 为我国大豆月度进口量走势图。第一、二季度我国大豆进口量同比减少，后期进口量可能有所增加。

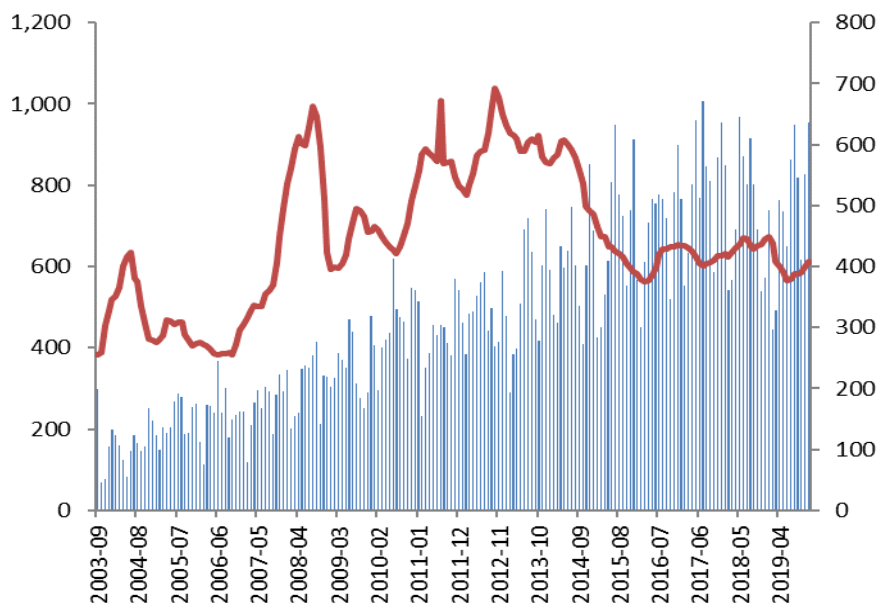
图 6: 大豆进口量 (万吨)



数据来源: 兴证期货研发部、Wind

从进口成本角度看, 2013 年 3 月, 每吨进口大豆的 CNF 价格达到 700 美元, 随着全球大豆产量大幅增加, 我国进口大豆成本逐步下降。12 月, 我国大豆的进口 CNF 成本为 407 美元/吨。随着中美贸易争端的缓和, 国内进口大豆的成本短期预期走低, 但中长期外盘价格上涨带动成本走高。

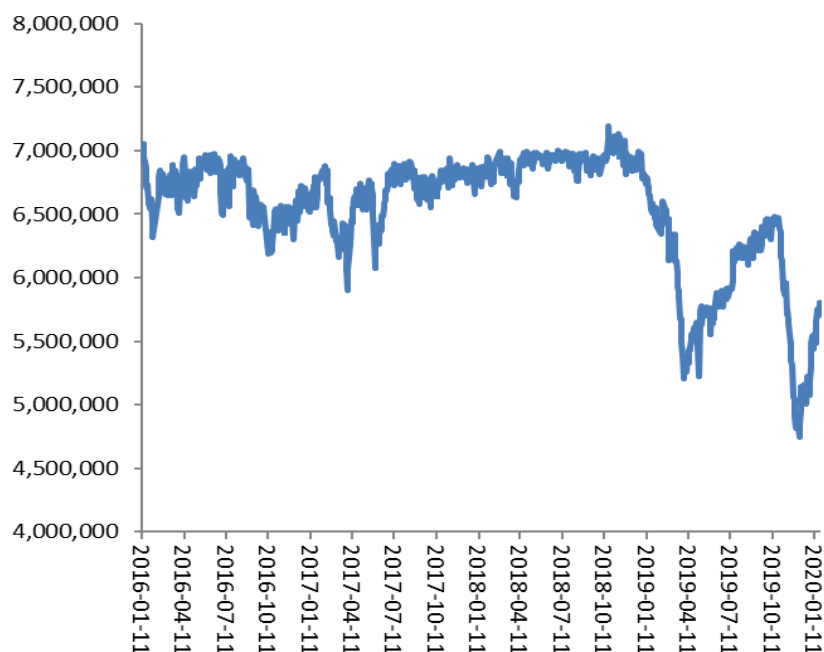
图 7: 大豆进口量及 CNF 均价



数据来源: 兴证期货研发部、Wind

国内大豆港口库存为 580 万吨, 高于上一周的水平, 近期震荡走高。

图 8：国内大豆港口库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从大豆压榨产业链来看，美国进口大豆的理论压榨利润维持大幅亏损状态；巴西和阿根廷进口大豆压榨维持大幅盈利状态。

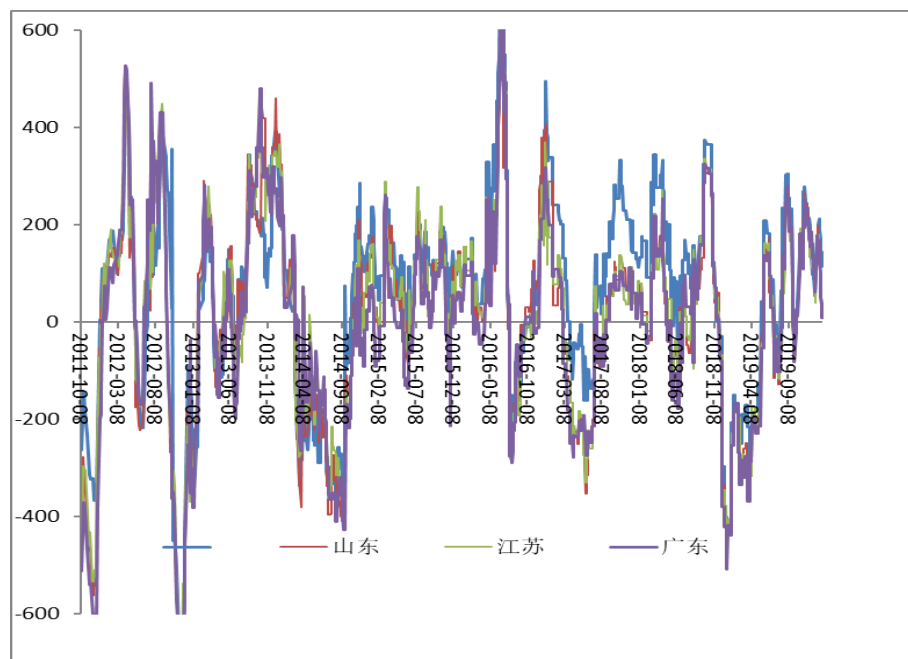
图 9：大豆压榨利润

品种	交货月	CBOT价格	CNF中国 美元/吨	完税价 元/吨	连盘 豆粕	连盘 豆油	盘面 毛利	涨跌	豆粕 现货	豆油 现货	现货 榨利
美湾大豆	2月	929.75	410	4168	2684	6606	-793	-9	2685	7000	-717
	3月	929.75	412	4188	2684	6606	-813	-10	2685	7000	-737
美西大豆	1月	929.75	399	4052	2684	6606	-677	-9	2685	7000	-601
巴西大豆	2月	929.75	398	3152	2684	6606	290	-6	2685	7000	369
	3月	929.75	396	3137	2684	6606	305	-6	2685	7000	384
	4月	943	397	3155	2684	6606	287	-6	2685	7000	366
	5月	943	399	3175	2770	6512	316	-7	2685	7000	346
	6月	955.5	403	3199	2770	6512	292	-6	2685	7000	322
阿根廷大豆	5月	955.5	390	3099	2770	6512	261	-8	2685	7000	282

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

现货压榨方面，主要进口港大豆压榨利润维持较好水平，春节期间价格大幅下挫，且开工受政策影响大幅下降，预期近期豆油供应减少。

图 10：进口大豆现货压榨利润走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

1.1.5 需求骤降，利空价格

从食用需求的角度看，目前进入到油脂消费淡季。且受疫情影响，外出就餐几乎停滞，豆油价格短期预期偏空。

综合来看，中美贸易争端缓和对外盘利多。美国农业部1月报告中性，今年美国大豆单产水平远远低于去年，南美大豆产量维持正常水平。但国内油脂进入消费淡季，加上疫情制约餐饮服务行业，短期对豆油价格非常利空，建议投资者多单立场或少量做空。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 马来棕榈油库存大降

图 11：马来西亚棕榈油数据（万吨）

	马来西亚棕榈油数据				
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%
2019/01	1,737,498	3,001,169	1,676,442	9.5%	17.8%
2019/02	1,544,517	3,045,493	1,321,287	15.0%	22.9%
2019/03	1,671,865	2,917,443	1,617,659	6.2%	25.6%
2019/04	1,649,278	2,729,389	1,651,249	5.8%	25.5%
2019/05	1,671,467	2,447,441	1,711,882	9.6%	12.8%
2019/06	1,518,239	2,423,615	1,382,761	13.9%	10.7%
2019/07	1,738,356	2,391,677	1,485,216	15.6%	8.0%
2019/08	1,821,548	2,251,831	1,732,888	12.3%	-9.5%
2019/09	1,842,433	2,448,272	1,409,945	-0.6%	-3.7%
2019/10	1,795,880	2,348,066	1,641,743	-8.6%	-13.7%
2019/11	1,538,054	2,256,048	1,401,462	-16.6%	-25.0%
2019/12	1,333,904	2,007,124	1,396,157	-26.2%	-37.6%

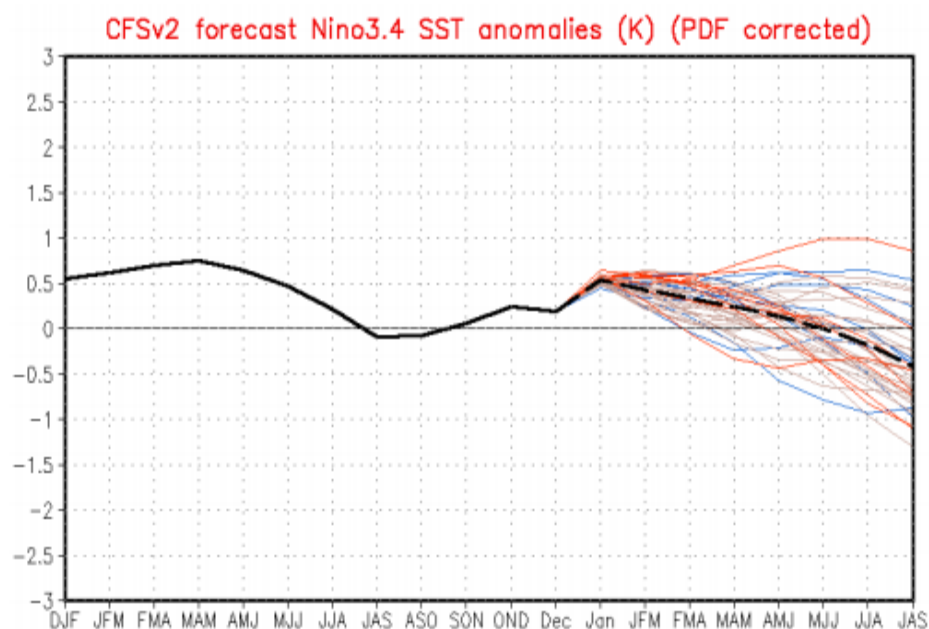
数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 12 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 12 月棕榈油的产量为 133.4 万吨，低于 11 月的 153.8 万吨，同比减少 26.2%，产量降幅远远超出市场预期。10 月开始，马来西亚棕榈油进入到减产周期，产量数据出现了较大幅度的下降。马来西亚棕榈油 12 月的出口数据为 139.6 吨，较 11 月的 140 万吨小幅下降，降幅远远低于市场预期。2019 年 12 月，东南亚地区棕榈油价格震荡走高，出口数量受到一定抑制。马来西亚 12 月棕榈油的期末库存为 200.7 万吨，较 11 月的库存 225.6 万吨出现大幅下降，降幅远远高于市场预期，利多市场。本次报告后，国内外棕榈油期货价格震荡走高。

1.2.2 前期干旱对产量影响显现

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据天气预测模型，全球已经进入到中性气候，这会导致未来东南亚地区的棕榈油主产国马来西亚和印度尼西亚降雨量恢复正常，有利于后期东南亚棕榈油的单产和产量。但 2019 年第一季度偏干旱天气影响棕榈油产量已经显现，马来西亚 12 月棕榈油产量进一步下降，后期还将出现产量下降的趋势。

图 12: 天气预测模型

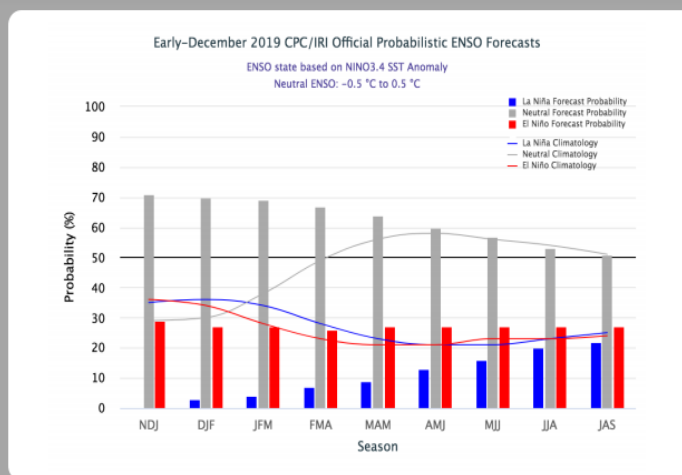


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前全球已经进入中性天气且会持续到 2020 年春季以后。

图 13: 厄尔尼诺概率

ENSO-neutral is most likely to continue through the Northern Hemisphere summer 2020.

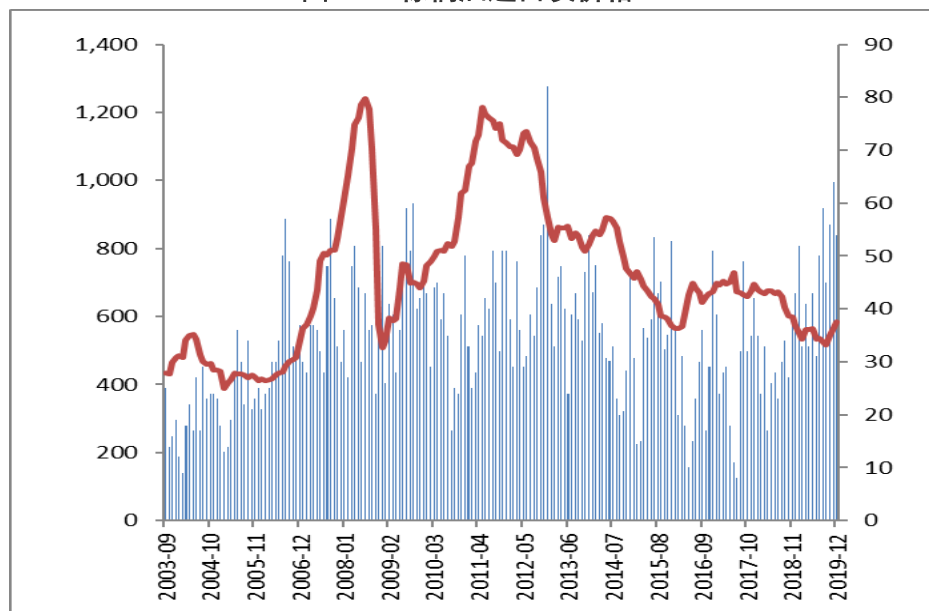


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

从棕榈树的生产特性来看，通常来说，当干旱来临，棕榈树的开花和授粉受到影响，对应未来 6--9 个月后的果实产量将会下降，从而影响棕榈油产量。2019 年 1 月以来厄尔尼诺气候的影响可能会对后期的产量产生一定影响，需要密切关注产量的变化。而目前天气转为中性，对未来棕榈油的产量利好。

1.2.3 国内棕榈油库存增加

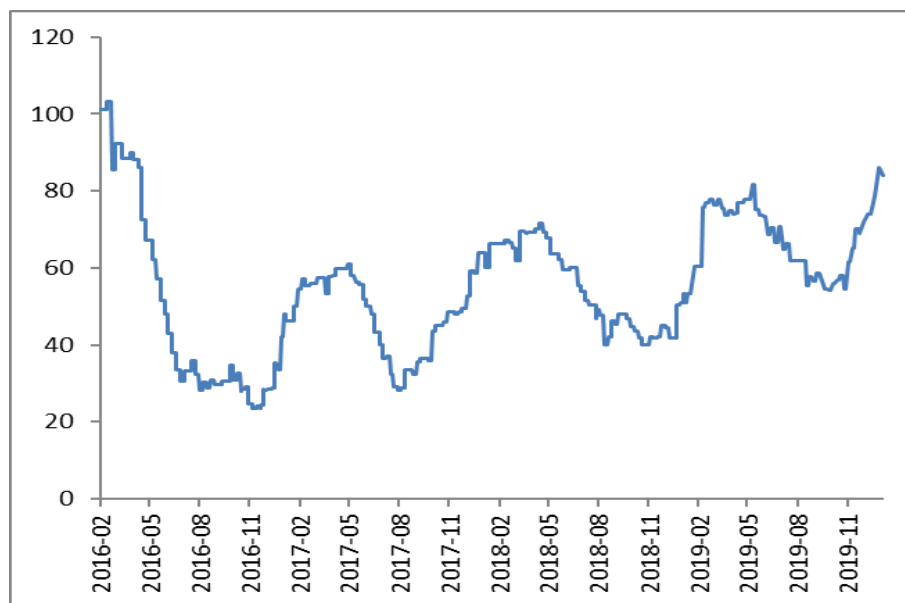
图 14：棕榈油进口及价格



数据来源：兴证期货研发部、wind

如图 14 所示，12 月我国棕榈油进口 54 万吨，高于去年同期的 43 万吨。目前棕榈油的进口利润小幅亏损，进口量维持高位。近期国内棕榈油进口大幅增加，库存走高。

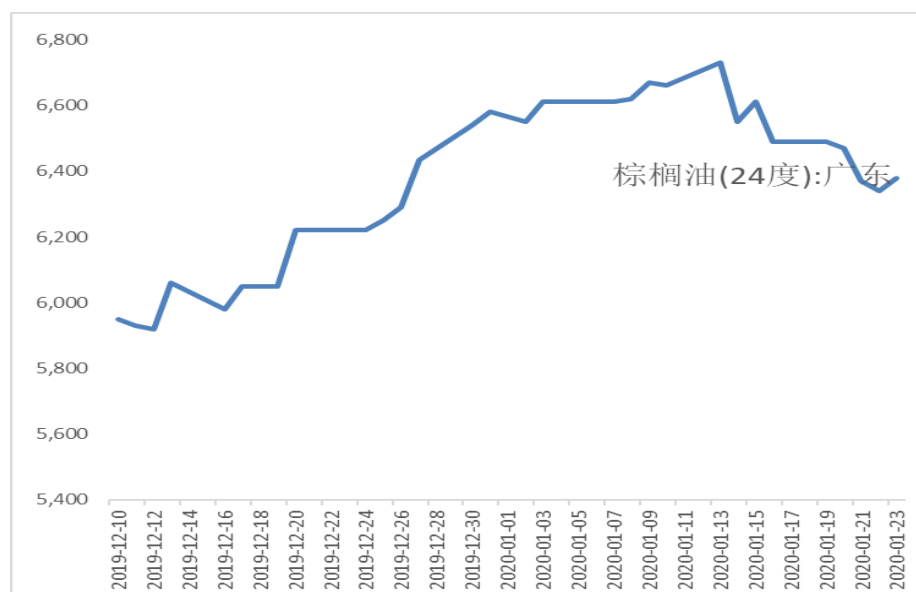
图 15：国内棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

从库存的角度看，国内棕榈油的商业库存由 2018 年 11 月的 35 万吨出现大幅增加，目前商业库存为 84 万吨。

图 16: 广东 24 度棕榈油价格 (元/吨)



数据来源：兴证期货研发部、Wind

短期，国内棕榈油成交价格维持震荡走低。如图 16 所示，广东 24 度棕榈油的价格 6380-6490 元区间。

1.2.4 进口略亏对价格利多

从进口贸易角度看，国内华南地区马来西亚 24 度棕榈油的进口成本 6043 元/吨，节前现货消费在 6370 元。

图 17: 马来西亚棕榈油进口成本

品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CFR (美元/吨)	完税价 (美元/吨)	港口
24度棕榈油	2月	692.5	-7.5	28	720.5	6043	(华南)
		692.5	-7.5	36	728.5	6109	(华东)
		692.5	-7.5	40	732.5	6142	(华北)
	3月	692.5	-7.5	28	720.5	6043	(华南)
		692.5	-7.5	36	728.5	6109	(华东)
		692.5	-7.5	40	732.5	6142	(华北)
	4/5/6月	665	0	28	693	5815	(华南)
		665	0	36	701	5882	(华东)
		665	0	40	705	5915	(华北)
	7/8/9月	635	0	28	663	5567	(华南)
		635	0	36	671	5633	(华东)
		635	0	40	675	5667	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

从进口贸易的角度来看,进口的棕榈油小幅亏损,对价格有一定利多。

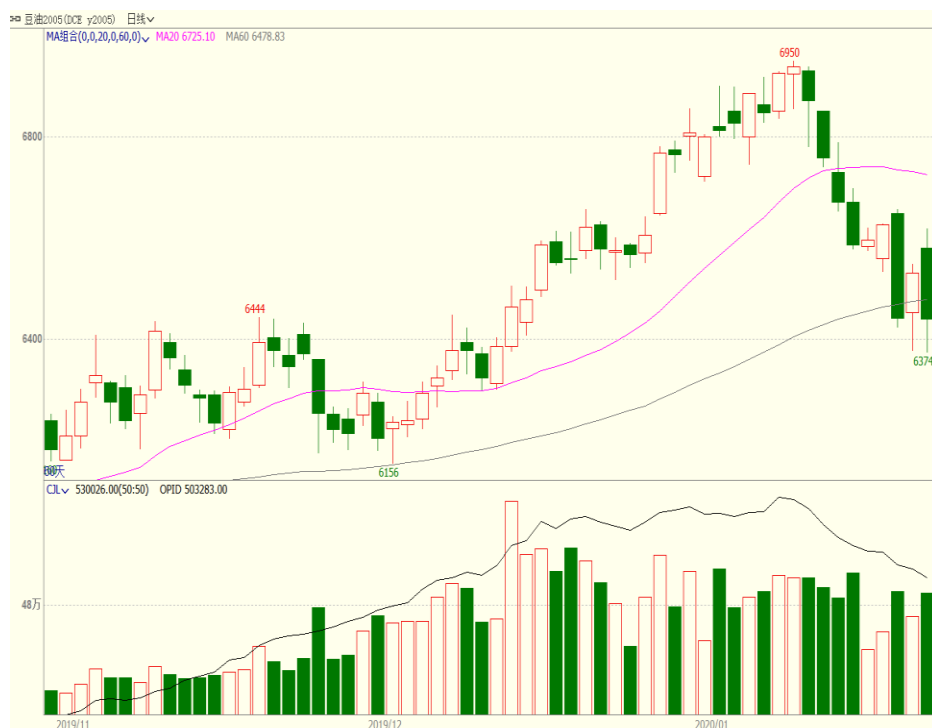
综合来看,棕榈油产量下滑,出口需求下降,期末库存走低。近期受需求大幅下降预期影响,国内棕榈油价格将大幅走低,建议投资者短期做空为主。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

日线图看，豆油主力震荡走低。目前豆油需求下降，库存维持下降趋势，消费淡季到来将对豆油价格利空。

图 18：豆油 2005 日线



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

日线图看，棕榈油震荡走低。棕榈油产量下滑，需求下降，短期价格将大幅走低。

图 19：棕榈油 2005 日线



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。